

Viðauki 1 Viðbrögð peningastefnunnar við Noral-verkefninu

Í febrúar sl. var lögð fram á Alþingi fyrirspurn til forsætisráðherra um mögulegar mótvægisáðgerðir Seðlabanka Íslands vegna áhrifa Noral-verkefnisins á innlenda eftirspurn og verðbólgu (þingskjal nr. 726 - 455. mál). Í svari bankans kom fram að stýrivextir bankans þyrftu að hækka nokkuð í upphafi og á fyrri hluta framkvæmda til að slá á spennu og verðbólgu sem óhjákvæmilega mundi fylgja svo stórfelldum búhnykk fyrir íslenskt efnahagslíf.

Þrátt fyrir að þessum framkvæmdum hafi verið frestað um óákveðinn tíma er eðlilegt að skýra þá hugsun sem var að baki þessu svari þar sem í því endurspeglast mikilvægir þættir sem undirbyggja ákvarðanir í stjórn peningamála hverju sinni og munu því einnig endurspegla viðbrögð bankans við öðrum búhnykkjum eða búsisfjum sem hefðu jafn viðamikil áhrif og áætlað var að Noral-verkefnið hefði.

Eins og fram kom í svari bankans hafði bankinn ekki möguleika á því að leggja sjálfstætt mat á efnahagsleg áhrif verkefnisins innan þess tímaramma sem honum var settur, auk þess sem hann hafði ekki aðgang að öllum gögnum sem nauðsynleg voru til að leggja sjálfstætt mat á þjóðhagsleg áhrif verkefnisins. Af þeim ástæðum byggðist svar bankans í veigamiklum atriðum á fyrri athugunum Þjóðhagsstofnunar á áhrifum verkefnisins á innlent efnahagslíf. Það er því mikilvægt að hafa í huga að Seðlabankinn tók niðurstöður Þjóðhagsstofnunar sem gefnar og lagði ekki sjálfstætt mat á þær.

Í útreikningum bankans var því í öllum meginatriðum byggt á mati Þjóðhagsstofnunar á áhrifum verkefnisins á verðbólgu og framleiðsluspennu að gefinni óbreyttri stefnu í ríkis- og peningamálum. Verkefni bankans var síðan að leggja mat á líkleg viðbrögð peningastefnunnar við áhrifum þessa verkefnis á innlent efnahagslíf að gefnum áhrifum peningastefnunnar á hagkerfið. Verðbólgu- og framleiðsluspennuferlar þess dæmis sem Seðlabankinn reiknaði út eru því ekki þeir sömu og í útreikningum Þjóðhagsstofnunar. Aðalástæðan er sú að stofnunin gerði ekki ráð fyrir peningastefnulegum viðbrögðum, en vaxtahækkun bankans vegna framkvæmdanna dregur úr þeirri framleiðsluspennu og verðbólgu sem ella kæmi fram. Hins vegar er eins og í dæmi Þjóð-

hagsstofnunar reiknað með óbreyttri ríkisfjármála-stefnu. Peningastefnan ber því allt álagið af sveiflujöfnun vegna framkvæmdanna í dæmi bankans. Hefði verið reiknað með viðbrögðum í ríkisfjármálum, t.d. minni útgjöldum meðan á framkvæmdum stæði, þyrftu viðbrögð peningastefnunnar ekki að verða eins harkaleg.

Við mat á viðbrögðum peningastefnunnar við áhrifum Noral-verkefnisins á innlent efnahagslíf var notast við svokallaða Taylor-reglu sem er einföld lýsing á viðbrögðum stýrivaxta seðlabanka við þróun verðbólgu og framleiðsluspennu (sjá umfjöllun í rammagrein 5 á bls. 23). Samkvæmt þessari reglu hækkar seðlabankinn stýrivexti sína umfram ákveðið jafnvægisvaxtastig ef verðbólga er meiri en verðbólguþröskulmarkmið bankans og ef framleiðsluspenna er í hagkerfinu, þar sem framleiðsluspenna er vísbending um hættu á aukinni verðbólgu í framtíðinni. Þessi regla hefur þótt lýsa vel vaxtaákvörðunarferli helstu seðlabanka í heiminum á tímum þar sem vel hefur til tekist við stjórn peningamála og er iðulega notuð við að áætla viðbrögð peningastefnunnar við búhnykkjum eða búsisfjum.

Við mat á frávikum stýrivaxta bankans frá jafnvægisstýrivöxtum var því lagt út frá mati Þjóðhagsstofnunar og viðbrögð hagkerfisins við vaxtabreytingum bankans metin út frá niðurstöðum margvíðs tímaraðalíkans um áhrif stýrivaxta bankans á eftirspurn og verðbólgu sem fjallað er um í grein Þórarins G. Péturssonar í *Peningamálum* 2001/4.¹ Þeir útreikningar miðast við að peningastefnan fari fyrst að hafa áhrif á eftirspurn og verðbólgu eftir u.þ.b. 1 ár og að áhrifin fjari smám saman út og séu svo til alveg horfin eftir um 4-5 ár.

Við matið á Taylor-reglunni voru reiknaðir út átta mismunandi ferlar fyrir stýrivexti Seðlabankans miðað við mismunandi forsendur að því er varðar áhrif framkvæmdanna á framleiðsluspennu í hagkerfinu og nákvæma útfærslu Taylor-reglunnar. Þannig var ýmist gert ráð fyrir því að framkvæmdin slægi að fullu út í framleiðsluspennu eða að hún

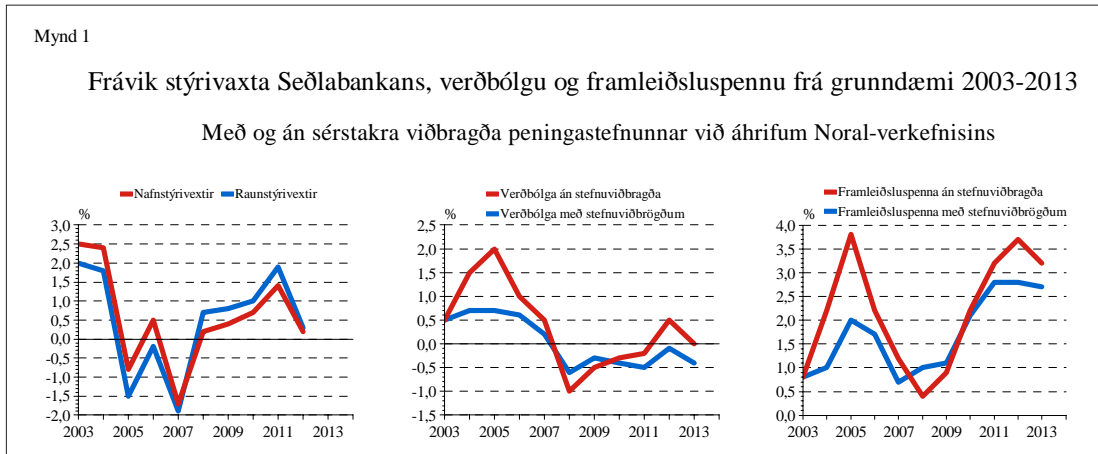
1. Þórarinn G. Pétursson, „Miðlunarferli peningastefnunnar“, *Peningamál*, 2001/4, bls. 59-74. Notast er við Okun-sambandið með stíkanum 0,3 til að fá út áhrif vaxtabreytinga á landsframleiðslu í stað atvinnu.

gæti haft tímabundin áhrif á framleiðslugetu hagkerfisins þannig að áhrifin kæmu ekki að fullu fram sem aukin framleiðsluspenna, t.d. vegna tímabundins innflutnings erlends vinnuafis. Í því tilviki var gert ráð fyrir helmings áhrifum á framleiðsluspennu hagkerfisins. Við útfærslu Taylor-reglunnar var ýmist gert ráð fyrir því að Seðlabankinn tæki ákvarðanir út frá samtímaþróun stærðanna eða spá um þær eitt ár fram í tímann.² Þá var gert ráð fyrir því að Seðlabankinn vildi jafna sveiflur í vöxtum þannig að hann horfði einnig til gildandi vaxtastigs við ákvörðun stýrivaxta og vildi fremur breyta vöxtum í fleiri stórum skrefum en að taka breytinguna í einu stóru skrefi. Fyrir þessu eru bæði fræðileg rök og reynslurök, eins og fjallað er um í áður nefndri rammagrein.

Miðað við meðaltal mismunandi Taylor-reglna, þar sem byggt er á þróun verðbólgu og framleiðsluspennu eitt ár fram í tímann, hefðu stýrivextir Seðlabankans þurft að vera u.þ.b. 2½ prósentum hærrí en í grunn-dæminu á árunum 2003-4. Raunstýrivextir bankans yrðu því um 2 prósentum hærrí en í grunn-dæminu á þessum árum. Vegna þess að í grunn-dæminu er gert ráð fyrir töluverðum viðsnúningi í

hagkerfinu 2007-8, byrjaði bankinn að slaka á aðhaldi peningastefnunnar upp úr 2005 og á árunum 2005-7 væru stýrivextir hans að meðaltali u.þ.b. ½-1 prósentu lægri en í grunn-dæminu, sem gerir um 1-1½ prósentu lægri raunstýrivexti. Árið 2008 ykist aðhald peningastefnunnar smám saman aftur og á árunum 2008-12 yrðu vextir bankans að meðaltali u.þ.b. ½-1 prósentu hærrí en í grunn-dæminu, sem gerir 1-1½ prósentu hærrí raunstýrivexti.

Með þessum vaxtaákvörðunum næði bankinn að draga úr spennu og verðbólgu miðað við dæmi Þjóðhagsstofnunar. Þannig yrði verðbólga ávallt innan ±1½% þolmarka verðbólguþolmiðs Seðlabankans en í dæmi Þjóðhagsstofnunar var gert ráð fyrir því að verðbólga færi tímabundið út fyrir þau. Viðbrögð Seðlabankans gerðu það einnig að verkum að sveiflur í verðbólgu og framleiðsluspennu yrðu talsvert minni en í dæmi Þjóðhagsstofnunar. Í því dæmi var staðalfrávik verðbólgu á tímabilinu 2003-2013 um 1% en aðeins ½% þegar tekið er tillit til viðbragða peningastefnunnar. Staðalfrávik framleiðsluspennu er í dæmi Þjóðhagsstofnunar um 1,2% en um 0,8% þegar tekið er tillit til viðbragða peningastefnunnar.



2. Í raun er ekki um spá að ræða heldur er gert ráð fyrir að bankinn þekki þróun þessara stærða með fullri vissu. Niðurstöðurnar gefa til kynna að með því að bregðast við framtíðarstærðum í stað þess að horfa til samtímastærða takist bankanum betur til við að draga úr sveiflum í verðbólgu og framleiðsluspennu. Í raunveruleikanum hefur bankinn ekki slíkar upplýsingar og því er ekki ljóst hvort reynist betur. Niðurstöður rannsóknna eru nokkuð misvísandi en yfirleitt er Taylor-reglan skilgreind út frá samtímastærðum, enda þykja þær yfirleitt góðar spá-stærðir fyrir framtíðarþróun þessara stærða. Sjá nánari umfjöllun í rammagrein 5 á bls. 23-25.

Meðfylgjandi mynd sýnir þróun nafn- og raunstýrivaxta Seðlabankans umfram grunn-dæmi og frávik verðbólgu og framleiðsluspennu frá grunn-dæmi samkvæmt útreikningum Þjóðhagsstofnunar, þar sem ekki er gert ráð fyrir sérstökum viðbrögðum peningastefnunnar, og þeim útreikningum sem fjallað er um hér, þar sem tekið er tillit til mögulegra viðbragða peningastefnunnar.

Frávík stýrivaxta Seðlabankans, verðbólgu og framleiðsluspennu frá grunndæmi 2003-2013 með og án sérstakra viðbragða peningastefnunnar við áhrifum Noral-verkefnisins

Nauðsynlegt er að hafa í huga að þessir útreikningar gefa einungis til kynna möguleg viðbrögð peningastefnunnar við búhnykk af þeirri stærðargráðu sem Noral-verkefnið er. Þeir eru því einungis til viðmiðunar. Við raunverulegar aðstæður þarf Seðlabankinn að meta mun fleiri þætti en endurspeglast í hinni einföldu Taylor-reglu sem undirbyggir hinar tölulegu niðurstöður. Þessar niðurstöður gefa þó til kynna að framkvæmdir eins og Noral-verkefnið myndu hafa í för með sér töluvert álag á peningastefnu, sérstaklega ef ekki fylgdu með aðgerðir í ríkisfjármálum til að draga úr eftirspurnarþrýstingnum sem óhjákvæmilega fylgja verkefni af þessari stærðargráðu. Fyrstu árin er peningastefnan að glíma við hefðbundna eftirspurnarþenslu, þ.e. þar sem verðbólga og framleiðsluspenna aukast. Viðbrögðin við þessari spennu eru hefðbundin, aðhald peningastefnunnar er aukið og vextir hækkaðir á meðan umframeftirspurninni er eytt út úr hagkerfinu. Í ljósi tímatafa miðlunarfærlisins er hins vegar ljóst að Seðlabankinn þarf að byrja að auka aðhald peningastefnunnar nokkru áður en til raunverulegra framkvæmda kemur, sérstaklega ef þær hafa áhrif á væntingar almennings sem gæti orðið til þess að þjóðarútgjöld byrjuðu að aukast vegna verkefnisins áður en raunverulegar framkvæmdir hæfust. Samkvæmt mati Þjóðhagsstofnunar dregur töluvert úr spennu um miðbik tímabilsins en eykst aftur á seinni hluta þess. Viðbrögð peningastefnunnar eru aftur hefðbundin. Slakað er á aðhaldi í upphafi slakans og það aukið aftur þegar spennan eykst að nýju. Vegna tímatafa þarf bankinn að vera tilbúinn að draga úr aðhaldi nokkru áður en slakinn myndast og auka það aftur áður en spennan myndast að nýju. Þetta er auðvelt í útreikningum sem þessum þar sem bankinn hefur fulla vitneskju um viðsnúninginn og tímasetningu hans. Í raunveruleikanum yrði þetta augljóslega mun erfiðara viðfangs og hætt við því að álag á peningastefnuna yrði mikið.

Rétt er að ítreka að þessar niðurstöður eru háðar mikilli óvissu. Áhrif verkefnisins mundu að verulegu leyti ráðast af ástandi þjóðarþúskaþarins á þeim tíma sem framkvæmdir hefjast og öðrum ytri áhrifum sem þjóðarþúskaþarinn yrði fyrir á meðan á þeim stæði. Ef um-

talsverð spenna væri til staðar á innlendum vöru- og vinnumarkaði þegar framkvæmdir hæfust gætu áhrifin á innlenda verð- og launaþróun orðið mun meiri en hér er gert ráð fyrir.

Að sama skapi ríkir mikil óvissa um þann grunnferil sem niðurstöður Þjóðhagsstofnunar byggjast á. Hinn mikli viðsnúningur sem gert er ráð fyrir í dæmi hennar um miðbik tímabilsins, þar sem verðbólga minnkar töluvert þrátt fyrir að enn sé framleiðsluspenna fyrir í hagkerfinu, verður að teljast nokkuð ótrúverðugur. Þar sem byggt er á þessu mati í meginatriðum, hefur það óhjákvæmilega áhrif á þá útreikninga sem sýndir eru hér.

Sömuleiðis ríkir mikil óvissa um áhrif vaxta- aðgerða á verðbólgu og framleiðsluspennu og tímasetningu áhrifanna. Ljóst er að því minni sem áhrif aðgerða í peningamálum eru eða því lengur sem þau eru að koma fram, því meiri vaxtabreytinga er þörf. Að auki má nefna að í útreikningunum er ekki gert ráð fyrir mótvægisáðgerðum í ríkisfjármálum. Komi til slíkra aðgerða er líklegt að álagið á peningastefnuna verði minna en hér er greint frá.

Einn stærsti óvissuþátturinn tengist þó áhrifum framkvæmdanna og aðgerða í peningamálum sem fylgdu í kjölfarið á gengi krónunnar. Í útreikningum Þjóðhagsstofnunar er gert ráð fyrir óbreyttu gengi krónunnar, sem verður að teljast mjög ólíklegt þótt vissulega sé ákaflega erfitt að meta hver áhrifin yrðu í raun og veru, hvað þá að tímasetja þau með einhverri vissu. Gengi krónunnar gæti t.d. hækkað verulega snemma á framkvæmdatímanum og lækkað aftur síðar. Þessar gengissveiflur myndu líklega hafa umtalsverð áhrif á verðbólguþróunina og veruleg áhrif á raungengi og samkeppnisstöðu útflutnings- og samkeppnisgreina. Þetta hefði líklega töluvert áhrif á útreikninga Þjóðhagsstofnunar og þá útreikninga sem hér eru sýndir.

Að lokum má geta þess að í útreikningum Þjóðhagsstofnunar og þeim sem sýndir eru hér er gert ráð fyrir því að ekki komi til sérstakra áhrifa verkefnisins á væntingar almennings. Ef tekið er tillit til slíkra áhrifa er hugsanlegt að áhrif verkefnisins, og þar með viðbrögð peningastefnunnar, verði með nokkuð öðru móti en gert er ráð fyrir hér. Sem dæmi má nefna að vitneskja um þennan búhnykk gæti þannig orðið til að auka eftirspurn í hagkerfinu meira en sem nemur beinum áhrifum framkvæmdanna og gætu þessi áhrif komið fram áður en til beinna framkvæmda kemur.

Því gæti peningastefnan þurft að vera enn aðhalds- samari en hér kemur fram. Mikilvægt er að hafa í huga að um gríðarlega miklar framkvæmdir er að ræða sem erfitt með að meta áhrifin af með líkönum sem byggjast á sögulegri þróun þar sem lítið er um

söguleg fordæmi. Nóbelsverðlaunahafinn Robert Lucas hefur t.d. bent á takmarkanir hefðbundinna þjóðhagslíkana við að meta áhrif búhnykkja eða búsisfa sem eru líkleg til að hafa stórfelld áhrif á væntingar almennings.